

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Décembre 2017

Italie: la croissance est de retour

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

Italie : la croissance est de retour



ANDREA BRASILII,
Recherche
macroéconomique

Achévé de rédiger le 20/12/2017

L'essentiel

Après une longue sous-performance de vingt ans par rapport à ses pairs et la double récession la plus sévère de son histoire (en 2008-2009 et 2012-2013), l'économie italienne renoue avec la croissance, ce qui est en partie dû à l'expansion vigoureuse et synchronisée de la zone euro, mais aussi à des améliorations structurelles ayant permis de doper la compétitivité, ainsi qu'à la disponibilité accrue des financements.

Sur le plan politique, le résultat des législatives de mars 2018 est très incertain et la prudence s'impose. L'absence probable de victoire nette devrait néanmoins permettre la formation d'un gouvernement de coalition qui favorisera une certaine continuité de la politique économique. Dans ce contexte, il est possible que les marchés réévaluent le risque accompagnant les actifs italiens.

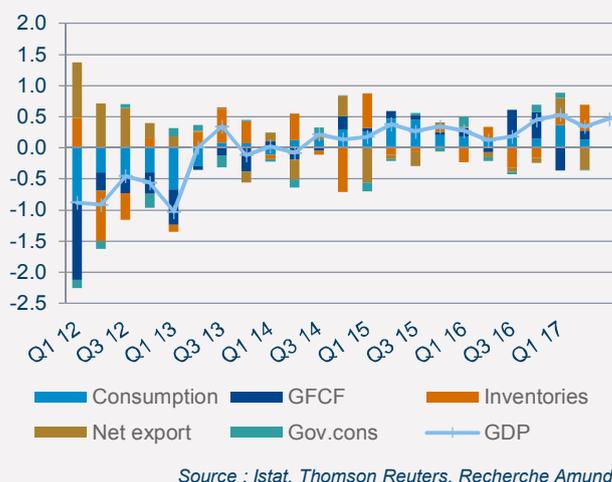
L'Italie fait partie des meilleures surprises récentes du paysage économique de la zone euro. La croissance de son PIB s'est établie à 0,5 % en glissement trimestriel (1,8 % en glissement annuel ou GA) au 3^e trimestre 2017 et sa production industrielle a progressé de 3 % sur les neuf premiers mois de l'année en GA, ce qui correspond à la plus forte hausse parmi les grands pays de la zone euro; de plus, les commandes augmentent rapidement et la dynamique des exportations affiche une nette embellie. Plusieurs mesures de politique économique (quelque peu sous-estimées) ont été déployées ces trois dernières années et commencent visiblement à porter leurs fruits.

Sur ces réformes, on peut dire et démontrer beaucoup de choses, mais le plus utile est d'analyser leur impact. Et le plus évident a trait à la compétitivité à l'international. Pour reprendre les mots de l'Institut national du Commerce extérieur (ICE) italien : « Après une longue phase de déclin, les parts de marché à l'exportation des entreprises italiennes ont affiché une certaine aptitude au redressement l'année

1/ Italie : retour à la croissance



2/ PIB italien et contributions à la croissance



dernière, favorisée par une évolution des modèles de la demande mondiale. Dans le même temps, le modèle de spécialisation de l'économie italienne s'est transformé pour privilégier de nouveaux secteurs. Les entreprises les plus performantes, renforcées par des processus de sélection intransigeants, se sont développées et sont devenues plus compétitives en tant qu'exportateurs directs ou en se positionnant dans les chaînes de valeur internationales. »

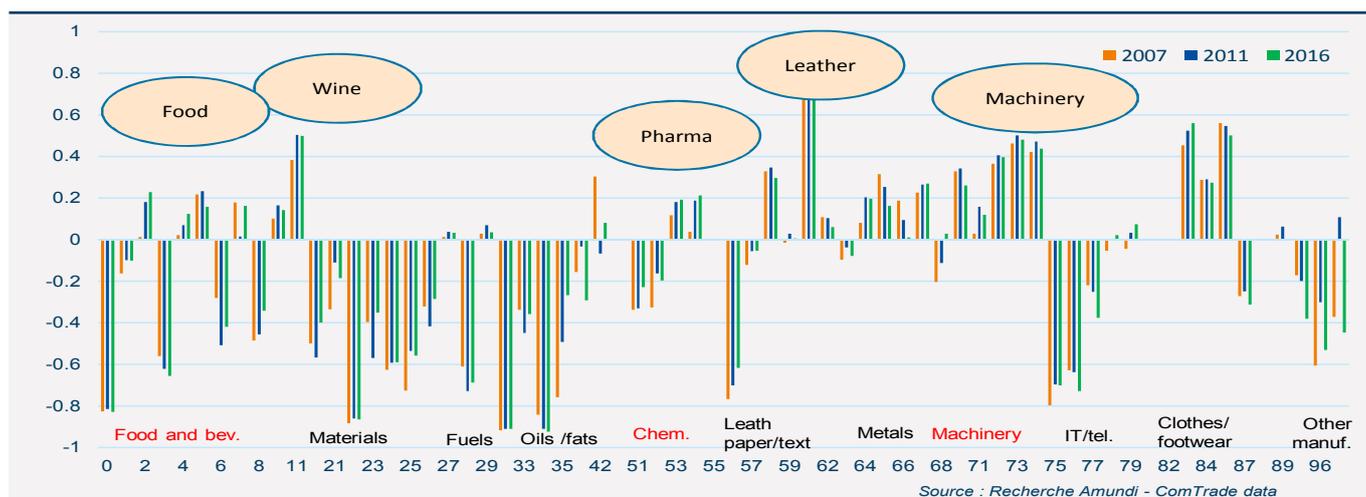
“Remontée de la compétitivité, exportations plus fortes”

La dynamique des exportations a été relativement robuste ces deux dernières années. Les chiffres des comptes nationaux (volumes et corrigés des variations saisonnières) depuis le 3^e trimestre 2015 et sur l'ensemble de l'année dernière sont représentés dans le tableau ci-dessous : on y voit que les exportations de l'Italie figurent parmi les meilleures de la zone euro et se classent honorablement au palmarès international. Le point de vue de l'ICE est également confirmé par l'évolution de l'indice des « avantages comparatifs révélés » par secteurs. Les avantages de l'Italie (hausse de la part du pays dans les exportations internationales de ces secteurs par rapport à leur part de l'ensemble des exportations italiennes) augmentent dans les domaines liés à une meilleure qualité (dans certains secteurs traditionnels comme l'alimentation) et plus technologiques.

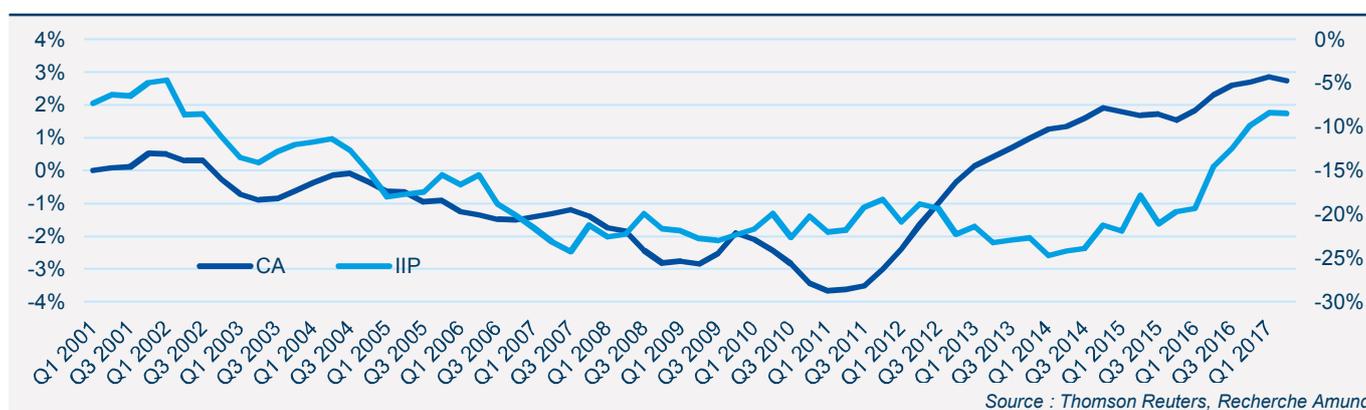
	Allemagne	France	Espagne	Italie	Monde (Biens uniquement)
T3 2015 - T2 2017	5,4	4,7	9,0	7,7	5,1
T2 2016- T2 2017	3,5	3,9	4,4	4,8	4,2

Source: Istat, Thomson Reuters, Recherche Amundi

3/ Italie : avantages comparatifs relatifs selon la nomenclature SITC



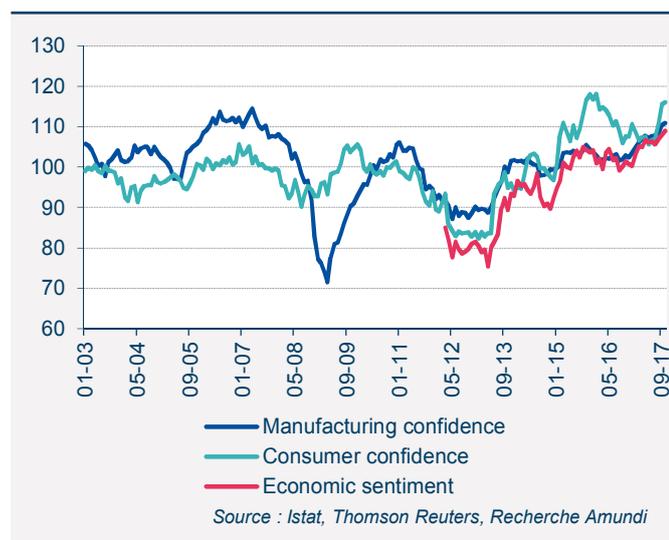
4/ Position extérieure nette (IIP) et solde courant (CA) en % du PIB



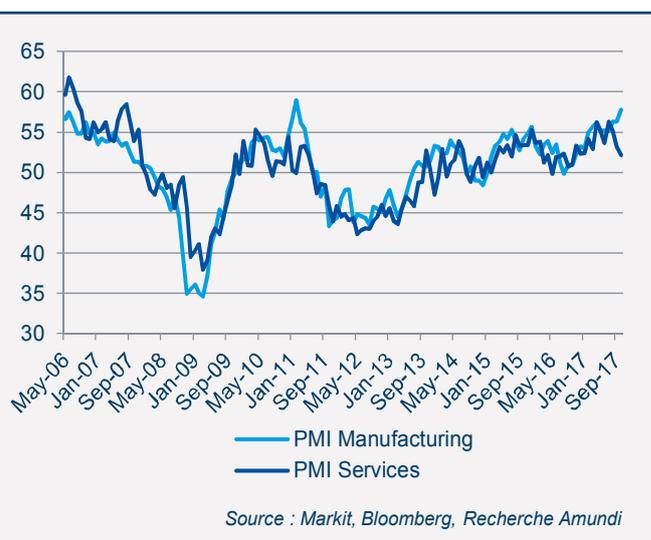
D'autre part, le solde de la balance courante est positif et de plus en plus élevé depuis quatre ans, contribuant à la réduction importante de la dette externe du pays, passée de 25 % du PIB fin 2013 à moins de 15 % l'an passé.

L'amélioration du climat se voit aussi dans les enquêtes de confiance : le sentiment dans la production manufacturière atteint ses niveaux les plus élevés depuis 2007, tandis que le moral des ménages s'est fortement redressé depuis peu et se rapproche de sommets historiques. Les indices de directeurs d'achat sont eux aussi bien orientés, notamment dans la production manufacturière, où le PMI s'est établi à son deuxième meilleur score historique à 57,8 en octobre (si l'on excepte le pic isolé de février 2011).

5/ Indices de confiance



6/ Indices des directeurs d'achat (PMI)



Ce tableau est complété par le rebond des ventes d'automobiles et un léger regain au niveau des ventes de détail. Il est donc probable que la fin 2017 et le début 2018 confirment une dynamique économique soutenue en Italie, à l'instar des autres pays de la zone euro. Notre indicateur coïncident prévoit une croissance de 0,4 % en glissement trimestriel au 4^e trimestre, ce qui porterait la hausse du PIB sur l'ensemble de 2017 à 1,6 %, avec une « croissance acquise » pour 2018 de 0,6 %.

Le financement de la croissance

Il convient de prendre en compte également les aspects liés au système financier. On entend souvent dire que l'Italie aura du mal à se joindre à la reprise avec un système financier affaibli par son stock important de créances douteuses et la domination des prêts bancaires parmi les modes de financement des entreprises. Mais la situation est en train d'évoluer : dans son rapport annuel, l'Association italienne du capital-risque et capital-investissement signale qu'en 2016, les transactions de capital-risque ont été au nombre de 206, avec 92 entreprises participantes, contre 126 transactions impliquant 77 entreprises en 2015. De plus, les pouvoirs publics ont pris des mesures pour les entreprises moyennes en facilitant leur premier accès aux marchés financiers avec ce que l'on a appelé les « mini-bonds », ou via la création des « Piani Individuali di Risparmio » ou PIR, un dispositif de plans d'épargne individuels assortis d'importants avantages fiscaux pour les investissements alloués au moins dans une certaine mesure à des PME italiennes, qui rencontre un succès croissant. Conséquence partielle de ces initiatives, les introductions en Bourse sur le marché AIM (aujourd'hui 87 PME) entre janvier et septembre 2017 étaient déjà plus nombreuses qu'en 2016 (12 nouvelles sociétés). Enfin, selon la dernière enquête de la BCE sur les conditions de crédit, la situation s'améliore aussi dans le canal bancaire, où les établissements sont en train d'assouplir leurs exigences face à des entreprises qui sont en demande de financements pour soutenir leurs investissements.

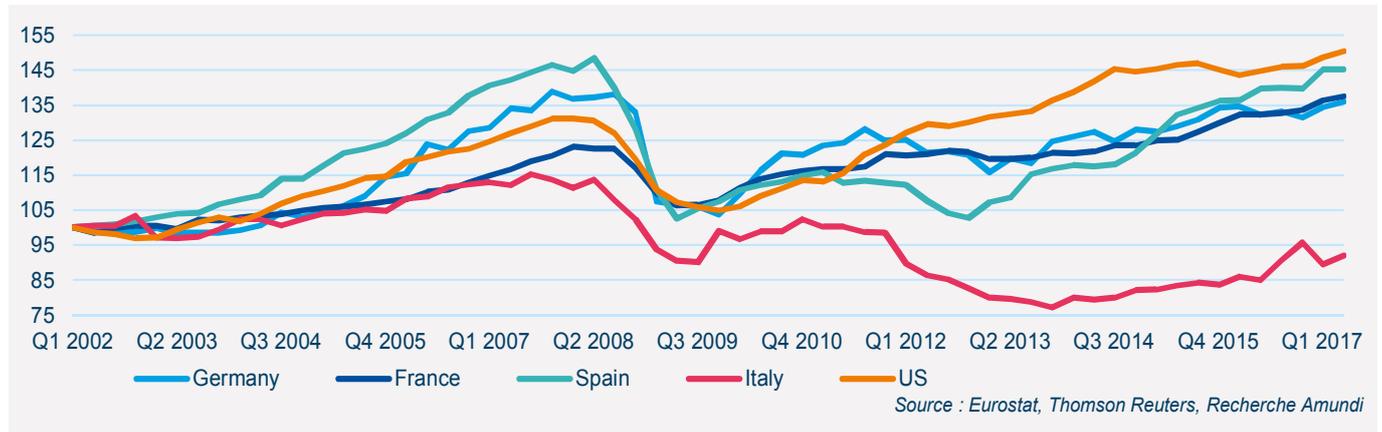
Un héritage difficile

Même si la situation s'améliore, il faut garder à l'esprit que les fondements restent fragiles en raison des performances médiocres de l'économie italienne depuis plus de 20 ans. On le voit assez vite dans les deux graphiques ci-dessous, qui représentent

“Une gamme plus large d'instruments financiers pour soutenir la croissance”

la faiblesse des investissements dans les machines et équipements et la croissance désastreuse de la productivité totale des facteurs. Ces conditions ont favorisé un net accroissement du ratio de dette/PIB pendant les années de crise, plus à cause de l'absence de croissance que d'une dynamique spécifique au sein des comptes publics.

7/ Investissement (machines & équipements): T1 2002 = 100



Italie : croissance de la VA et de la productivité très faibles							
	Valeur ajoutée	Heures travaillées	Contribution du capital	Contribution des facteurs	Productivité du travail	Productivité du capital	PTF
1995-2016	0,6	0,3	1,4	0,7	0,3	-0,8	-0,1
2003-2014	-0,2	-0,5	0,6	-0,1	0,3	-0,9	-0,1
2003-2009	-0,2	0,1	1,7	0,6	-0,3	-1,8	-0,9
2009-2014	-0,3	-1,3	-0,6	-1,1	1	0,3	0,8
2015	1	0,9	-0,3	0,5	0,1	1,4	0,5
2016	0,9	1,9	-0,1	1,3	-1	1	-0,4

Source: Istat, Recherche Amundi

Nos prévisions - Cet héritage difficile complique tout exercice de prévision concernant l'Italie. Toutefois, un certain optimisme est permis compte tenu des améliorations décrites ci-dessus, de l'assouplissement constant des conditions financières et de la croissance solide présente dans tout le reste de la zone euro. La croissance cette année devrait s'établir à 1,6 %, avant de ralentir très légèrement en 2018-2019 (1,4 % et 1,3 % respectivement), non loin des prévisions du gouvernement. Certes, il existe un risque « technique » haussier dû au fait que toute évaluation chronologique a tendance à être influencée par des tendances à long terme. L'inflation devrait rester modeste en raison de la faible évolution des salaires, dans un environnement marqué par des capacités inutilisées toujours très importantes (le chômage est encore très élevé, à 11,2 %, et la hausse des taux d'activité a entraîné une nette augmentation de l'offre de main-d'œuvre) et des réglementations mises en place pour contenir les coûts du travail. L'investissement (en partie grâce aux mesures d'incitation fiscale qui devraient se prolonger en 2018) devrait largement contribuer à la croissance.

Prévisions, budget et risques politiques

Les prévisions, la situation budgétaire et les risques politiques sont des domaines étroitement liés. Le mois dernier, le gouvernement a présenté sa loi de finances, accompagnée d'un plan pluriannuel crédible et raisonnable (dans la lignée notamment de mesures déjà en place pour renforcer la compétitivité, doper la croissance et favoriser l'emploi parmi les jeunes).

Loi de finances 2018					
	2016	2017	2018	2019	2020
PIB, %	0,9	1,5	1,5	1,5	1,3
Déflateur du PIB, %	0,8	0,6	1,6	1,9	2,1
Déficit, % PIB	-2,5	-2,1	-1,6	-0,9	-0,2
Excédent primaire, % PIB	1,5	1,7	2	2,6	3,3
Intérêts, % PIB	4	3,8	3,6	3,5	3,5
Déficit structurel (en % du PIB)	-0,9	-1,3	-1	-0,6	-0,2
Dettes (en % du PIB)	132	131,6	130	127,1	123,9

Source: Italian Ministry of Finance MEF, Recherche Amundi

Mais le parlement sera dissous au début de l'année prochaine, avec un risque politique certain. Les élections législatives auront lieu au printemps, probablement au mois de mars 2018.

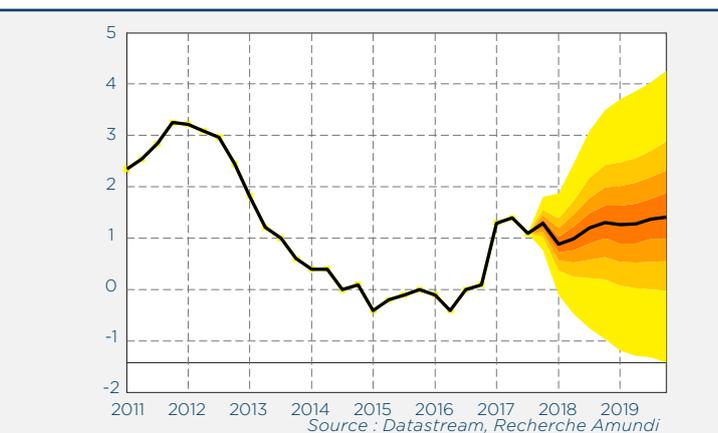
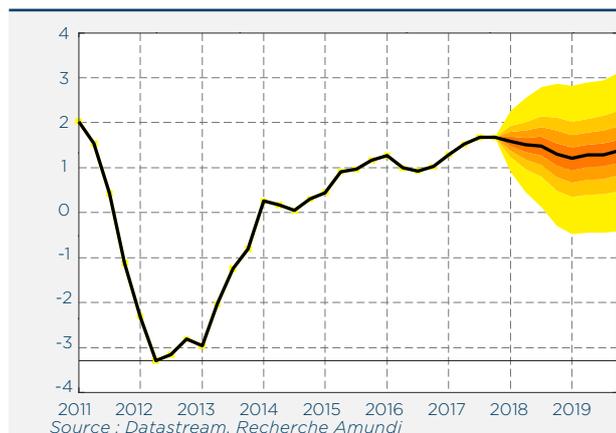
Avec la nouvelle loi électorale et d'après les sondages actuels, les trois principaux blocs (à savoir le centre-droit emmené par Silvio Berlusconi, le centre-gauche de l'ancien Premier ministre Matteo Renzi et le mouvement populiste 5 Étoiles ou M5S) auront probablement du mal à obtenir une majorité nette.

Si c'est le cas, toute alliance ou coalition penchera naturellement vers la continuité, en particulier si l'économie est performante. En revanche, rien n'est sûr concernant la relation avec la Commission européenne et l'Eurogroupe, qui repose actuellement sur une grande confiance, mais il est évident que celle-ci disparaîtra si un nouveau gouvernement italien commence à remettre en cause les règles, approches et politiques européennes. Le courrier récent de la Commission, qui a soulevé des doutes quant au budget 2018 en demandant un plus grand ajustement du ratio dette/PIB, est à lire dans ce sens. Cependant, si l'économie se montre à la hauteur des attentes l'an prochain, le ratio dette/PIB peut adopter une trajectoire clairement descendante, comme celle prévue (et espérée) par le gouvernement. Ce qui pourrait alors enclencher une réévaluation du risque accompagnant les actifs italiens.

“En l'absence de victoire tranchée aux élections, il n'y aura pas de changement radical de politique économique”

8/ Inflation (IPC), %

9/ Croissance du PIB (%)



Italie	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2016				2017 E				2018 E			
Prévisions macroéconomiques							T1	T2	T3	T4E	T1	T2	T3E	T4E	T1E	T2E	T3E	T4E
PIB et composantes	Glissement annuel en %						Glissement trimestriel en %				Glissement trimestriel en %				Glissement trimestriel en %			
PIB	0,2	0,9	1,1	1,6	1,4	1,3	0,3	0,1	0,2	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3
PIB (GA en %)							1,3	1,0	0,9	1,0	1,3	1,5	1,7	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3
Dépenses de consommation	0,2	2,0	1,5	1,5	1,6	1,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,7	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3
<i>Dépenses publiques</i>	-0,7	-0,6	0,5	0,9	1,4	2,0	0,9	-0,3	-0,1	0,5	0,4	0,2	0,1	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Investissements en capital fixe	-2,2	1,7	3,0	3,1	3,9	2,3	0,9	-0,4	2,1	2,6	-2,2	1,1	3,0	0,3	0,8	0,7	0,7	0,5
Exportations	2,4	4,2	2,6	5,3	2,6	2,5	-0,7	1,7	0,9	1,9	1,8	0,1	1,6	1,2	0,3	0,5	0,3	0,3
Importations	3,1	6,6	3,3	5,9	6,0	4,4	-0,5	1,8	0,8	2,5	0,7	1,6	1,2	2,5	1,4	1,1	1,0	1,1
Contributions au PIB																		
Exportations nettes	-0,1	-0,5	-0,2	-0,1	-0,9	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation des stocks	0,7	0,0	-0,3	0,0	0,4	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
							GA %				GA %				GA %			
Indice des prix à la consommation	0,2	-0,2	-0,1	1,3	0,9	1,1	-0,1	-0,4	0,0	0,1	1,3	1,4	1,1	1,3	0,8	0,8	0,9	1,0
Taux de chômage	12,6	11,9	11,7	11,2	10,6	10,1	11,6	11,6	11,6	11,8	11,6	11,2	11,1	11,0	10,8	10,6	10,5	10,4

Chiffres actualisés le 20 décembre 2017 ; pour les séries dont la fréquence est élevée (mensuelle ou quotidienne), nous considérons la moyenne trimestrielle ;

Variables exogènes en italique ; les composantes du PIB à fréquence trimestrielle sont exprimées en glissement trimestriel (%) ; sauf mention contraire, tous les autres chiffres sont exprimés en glissement annuel (%).

Source : Recherche Amundi

Recent publications

THEMATIC PAPERS



Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis?

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

Taux de défaut du haut rendement américain: tendances actuelles et perspectives

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

Les marchés sous-estiment la capacité de la Fed à remonter ses taux

Valentine AINOUS, Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

Élections allemandes: continuité attendue... ou presque

Tristan Perrier — Stratégie et Recherche Économique

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Décembre 2017 | Thematic paper

Avertissement

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 1086262605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images - paulrommer

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com

Amundi
ASSET MANAGEMENT